

并购再进一步，18年延续高增长

——老白干酒（600559）事件点评

2018年04月04日

强烈推荐/维持

老白干酒 事件点评

事件：

2018年4月4日，公司发布《河北衡水老白干酒业股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易实施情况暨新增股份上市公告书》称公司以20.71元/股发行37,662,964股，完成了购买丰联酒业交易中发行股份购买资产部分的股份发行，募集配套资金部分的股份另行发行。

主要观点：

1. 完善地域和香型布局，省内市场整合省外市场拓展

老白干酒业和丰联酒业在销售区域、香型和价格带上都呈互补之态，在销售客户和技术开发等多方面有较强的协同效应。香型来看，上市公司以老白干香型为主，乾隆醉是北派浓香型代表，此外还有湖南武陵的酱型形成补充；从地区来看，在河北省内，老白干在衡水和石家庄等中南部市场一枝独秀，而乾隆醉的板城酒为河北北部几个地区的主要消费酒，地域上形成南北互补；在省外，安徽文王、曲阜孔府家和湖南武陵酒开拓了省外市场和知名度。从价格带看，未来老白干200-500的产品为主力产品，板城50-100元价格带，可与老白干打双品牌。并购完成后全面覆盖河北省酒类市场，稳固河北王地位。在省外市场可以扩大知名度及影响力，形成省外点状开花之态。

2. 2017年高端产品快速增长，2018年增长延续

2017年公司四大次高端产品销售增长迅猛，十八酒坊20年增长约两倍，十八酒坊15年增长近80%，古法20年和五星39增长幅度接近50%，四大次高端产品销售规模近10亿元，并且占据了河北次高端白酒的很大份额，给外来名酒带来了很大的压力。2018年春节前，部分高端产品完成了小幅提价，成熟地区十八酒坊15年和20年增长都在50%以上，20年更快一些，8年略有增长，10年和12年增长在30%以上。并且公司给经销商制定了较高的新年目标。公司并购的乾隆醉酒厂的百元价位战略大单品“和顺1975”和“如意七星”17年增速也在30%左右。2018年公司中高端产品大概率会持续延续高增长。

刘畅

010-66554017

liuchang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120001

范堇基

010-66554025

fanlj@dxzq.net.cn

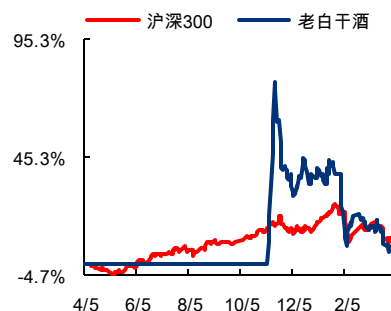
执业证书编号：

S1480517070001

交易数据

52周股价区间(元)	24.14-22.69
总市值(亿元)	105.75
流通市值(亿元)	84.49
总股本/流通A股(万股)	47572/35000
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.8

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《老白干酒（600559）：区域产品齐发力，并购开启新征程》2018-01-26
- 2、《老白干酒（600559）：产品结构调整，高端酒增速较快》2017-10-30
- 3、《老白干酒（600559）：产品结构优化，利润快速增长》2017-08-31
- 4、《老白干酒（600559）：改革促使公司业绩摆脱行业周期》2015-02-06

3、广度和深度上继续精耕省内渠道

2018年公司将通过挤压山庄、沱牌、老窖、洋河等省内外竞品的份额，继续拓展市场。在作为大本营的石家庄和衡水成熟市场也继续加大营销力度，渠道下沉到村镇，精耕渠道；在河北北部承德、张家口和秦皇岛等地区利用板城的渠道快速布局十八酒坊；南部的邢台、邯郸和中部唐山、保定等地在目前高增长的情况下会继续加大力度开拓市场，并对京津两地形成全包围态势。并购完成后，公司对乾隆醉在个别地区的业务及资源实行统一领导和整合，未来结合原有管理模式，借助公司的平台共享经营理念，实现销售渠道、品牌跨度等业务资源的整合，实现板城与老白干1+1>2的协同效应。

结论：

公司2015年完成混改后，费用率逐渐下降，潜能逐步开始释放，外延并购联想丰联酒业的四家公司，完善地域和香型的布局，给公司发展带来新的活力。目前河北市场次高端白酒需求增长迅速，公司作为河北地产酒龙头，2016年开始地级市场不断发力，营销情况良好，蓄势待发。公司产品线完整，老白干系列和十八酒坊系列覆盖高中低端产品，随着产品结构加速提升，百元以上主力产品占比近7成，动销旺盛，多地市场放量增长，带动公司利润率水平持续提升。公司并购完成后，省内和板城的竞争将会趋缓，强强联合会进一步整合省内市场，随着公司品牌势能积蓄的释放以及未来渠道的整合，公司费用率仍有很大改善空间。预计公司2018-2019年收入分别为49亿元和58.8亿元，公司产品结构不断提升带动净利率逐步上行，按照低于行业平均水平的保守估计2018-2019年净利润水平分别为11%和14%，对应净利润分别为5.39亿元和8.23亿元，对应当前估值仅22倍，维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：白酒行业政策的风险、食品安全的风险

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	2066	2476	3164	4139	5372	营业收入	2336	2438	2624	3527	4381
货币资金	442	1005	1716	2374	3258	营业成本	1006	994	996	1239	1512
应收账款	0	0	58	58	60	营业税金及附加	318	369	407	508	625
其他应收款	7	17	18	24	30	营业费用	687	756	808	1054	1243
预付款项	19	21	21	21	21	管理费用	132	148	157	205	250
存货	1274	1126	1119	1392	1698	财务费用	25	3	-14	-20	-28
其他流动资产	250	218	125	125	125	资产减值损失	-3.36	1.49	1.00	3.00	3.00
非流动资产合计	737	729	648	568	488	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	30	27	27	27	27	投资净收益	-0.50	1.33	2.00	2.00	2.00
固定资产	585	570	503	435	367	营业利润	171	169	270	540	778
无形资产	118	126	113	101	88	营业外收入	18.36	20.02	9.00	9.00	9.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	3.27	3.76	8.00	6.00	5.00
资产总计	2803	3204	3812	4707	5859	利润总额	186	185	271	543	782
流动负债合计	1245	1585	2110	2839	3741	所得税	111	74	103	212	282
短期借款	164	0	0	0	0	净利润	75	111	168	331	500
应付账款	87	95	96	119	145	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	447	841	1366	2071	2948	归属母公司净利润	75	111	168	331	500
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	360	360	337	600	830
非流动负债合计	15	12	0	0	0	EPS (元)	0.54	0.25	0.38	0.76	1.14
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	1260	1597	2110	2839	3741	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	10.75%	4.39%	7.61%	34.42%	24.22%
实收资本(或股	175	438	438	438	438	营业利润增长	33.80%	-1.62%	60.32%	99.77%	44.10%
资本公积	948	685	685	685	685	归属于母公司净利润	51.73%	47.71%	51.73%	96.91%	51.12%
未分配利润	342	398	389	373	348	获利能力					
归属母公司股东	1543	1607	1666	1832	2082	毛利率(%)	56.94%	59.23%	62.04%	64.87%	65.49%
负债和所有者权	2803	3204	3812	4707	5859	净利率(%)	3.21%	4.55%	6.41%	9.39%	11.42%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	2.68%	3.46%	4.41%	7.04%	8.54%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	4.86%	6.90%	10.09%	18.08%	24.04%
经营活动现金流	336	797	781	804	1107	偿债能力					
净利润	75	111	168	331	500	资产负债率(%)	45%	50%	55%	60%	64%
折旧摊销	163.99	188.43	0.00	80.33	80.33	流动比率	1.66	1.56	1.50	1.46	1.44
财务费用	25	3	-14	-20	-28	速动比率	0.64	0.85	0.97	0.97	0.98
应收账款减少	0	0	-57	0	-2	营运能力					
预收帐款增加	0	0	525	705	876	总资产周转率	0.93	0.81	0.75	0.83	0.83
投资活动现金流	-310	-14	1	-1	-1	应收账款周转率	80	6199	91	61	74
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	21.69	26.78	27.51	32.91	33.22
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	-1	1	2	2	2	每股收益(最新摊薄)	0.54	0.25	0.38	0.76	1.14
筹资活动现金流	396	-221	-71	-145	-222	每股净现金流(最新	2.40	1.28	1.62	1.50	2.02
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	8.80	3.67	3.80	4.18	4.75
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	35	263	0	0	0	P/E	57.87	125.00	81.40	41.34	27.35
资本公积增加	781	-263	0	0	0	P/B	3.55	8.52	8.22	7.47	6.58
现金净增加额	421	563	711	658	884	EV/EBITDA	14.43	35.20	35.53	18.87	12.57

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员，拥有买方、卖方双重工作经验，曾就职于天风证券研究所，东方基金，泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位，本科取得北京航空航天大学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责白酒、乳制品、调味品、健康食品研究工作。

范堃基

中国农业大学-加州大学伯克利分校联合培养农业经济管理专业博士。2015年加入东兴证券证券投资部从事股票研究员工作。2017年转入东兴证券研究所，负责食品饮料行业研究。

研究助理简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。